

# 成功的強積金預設投資策略 取決於成熟的港元債券市場



公共專業聯盟  
金融與財政組有關港元債市第3号報告書  
2017年4月

第1、2号報告 可在此網頁下載  
〔[www.procommons.org.hk/hkbondmarket](http://www.procommons.org.hk/hkbondmarket)〕

## 目錄

1. 撮要.....	3
2. 港元債券市場發展緩慢.....	3
3. 「預設投資策略」需要成熟的港元債市.....	4
3.1 投資回報與投資風險同樣重要.....	4
3.2 「預設投資策略」不能解決問題.....	6
4. 國際金融中心需要成熟的港元債市.....	6
5. 總結及建議.....	7
6. 附錄.....	8

## 1. 撮要

自 2012 年我們發表有關香港債市問題的第一號報告書及 2014 年的第二號報告書至今，政府並沒有取納我們的建議，一直未有認真處理長期積弱不振的港元債市問題，與它要推動香港成為一個主要的國際金融中心的發展規劃毫不匹配。積金局在今年四月一日推出「預設投資策略」，為將近退休但沒有設定投資指示人士的投資組合，從高風險的股票投資自動轉到較低風險的債券組合。可是由於香港欠缺一個成熟的港元債券市場，債券投資只可選購本地或外地的外幣債券，因而加添了不該有的外匯風險；故此我們對新計劃的實際成效很是存疑。

## 2. 港元債券市場發展緩慢

由我們在 2012 年及 2014 年就港元債券市場發表的兩個報告書到現在，港元債市的發展可說是乏善足陳，未有任何重大的突破，市場和投資者無奈地空等了 5 年。

特區政府對發債一貫的立場是庫房年年有盈餘，財政狀況充裕，無需發債應付開支。為回應社會和市場的強烈要求，政府自 2011 年開始每年發行 3 年期 HK\$10B 的通脹掛鉤債券，於去年加發 3 年期 HK\$3B 的銀債，但是特區政府的總發債額由 2014 年末的 HK\$96.5B 至 2016 年末的 HK\$101.3B，微升不到 5%，對推動本地債市的健康發展，根本起不了任何作用。

雖然特區政府並無發債集資的需要，但是各個法定機構如香港按揭證券公司、香港鐵路、機管局、市區重建局等，在營運上都有集資的需要。作為政府轄下的機構，它們享有和特區政府信貸風險一樣的穩健評級，發債成本低和受市場歡迎。可是它們在融資時並沒有發債集資，其發債數額不單不見增長，反而有下降的趨勢。唯一錄得發債有升幅的是香港鐵路，2015 年底的發債總額是 HK\$14.1B，比 2014 年底的 HK\$13.6B 微升 3.5%。機管局在 2016 年底的發債總額是 HK\$2.59B，比 2015 年底的 HK\$3.38B 下跌 23.4%，比 2014 年底 HK\$4.94B 更是下跌 47.5% 之多。市區

重建局於 2016 年底的發債總額是 HK\$3.28B，比 2014 年底的 HK\$4.77B 亦下跌了 31%。香港按揭證券公司的跌幅是較小，2015 年底的發債總額是 HK\$33.5B 比 2014 年底的 33.3B 下跌不足 1%。這些機構的業務持續增長但是發債則遞減，此現象說明了政府並沒有在政策上促使其轄下機構發債，幫助建立香港的債務市場，致使低風險的債券數量遞減，致未能維持港元債市的流通性。

港元債市除了缺乏低風險的債券，還欠缺長年期的債券供應。根據金管局在 2016 年統計的新發行港元債務工具，剔除外匯基金票據和債券後的全年總額是 HK\$36.3B，其中 3 年期或以下的總額是 HK\$26.5B，佔全年總額的 72.9%。這個並非是在該年內的個別現象，在 2015 年新發行的 3 年期或以下的債券佔全年發行量的 64.5%，實情是港元新債多年來過半數是短期的，長債的供應不足。

若再細分 3 年期或以下的港元債券內組合，整體是 1 年期或以下的債券佔多，根據「債務工具中央結算系統(CMU)」提供的數據，在 2016 年底剔除外匯基金票據和債券後的未償還總額，1 年期以下的港元債佔 44.2%，而 1 年至 3 年期是 27%，即短債中有三份二是 1 年期或低於 1 年期的超短債。雖沒有確實的證據，但我們有理由推斷大部份 1 年期或以下的港元債券是銀行發的「可轉讓存款證」。因為大多數的港元債券的年期都十分短，投資者通常會持有至到期日，所以在市場上可供買賣的貨源稀少。

港元債務市場可供投資者選擇的低風險和各種年期的債券數量極為有限，致使一般機構和個人投資者都會長期持有，市場的深度和闊度不足，未能維持一個具流通性的港元債市。

### **3. 「預設投資策略」需要成熟的港元債市**

#### **3.1 投資回報與投資風險同樣重要**

退休人士在考慮投資退休用的儲蓄時，除了要留意回報外，還要留意有關資產的風險。兩項聲稱有同樣回報的投資，如果風險不同，投資結果便會完全不一樣。舉一

個簡單的例子：有兩項財務安排，同樣都保證會每月提供一百元的回報。其中一項安排是用銀行轉帳每月自動存入一百元收益，而另外一項是像「飛機纜」般每月從窗外拋一百元入投資者的家中。雖然兩項安排都有一百元的回報，但是很明顯第一項安排是比第二項安排穩妥，第二項安排的風險高很多。

有分析認為，香港的強積金在過去十五年總共累積了 3.1% 的每年平均回報算是合理，符合退休基金的回報標準等等。這是個極為誤導的分析。香港強積金的投資一向是靠股票傾斜，因此其每年的回報如過山車般大上大落；每年回報的波幅可以是由 -25.9% 至 +30.1%（見下圖）。這種投資回報就像從窗外拋入來的「飛機纜」，毫無保證！退休人士需要的是穩定可靠、風險較低的投資回報；香港公用事業或法定機構發行的港元債券該為首選。

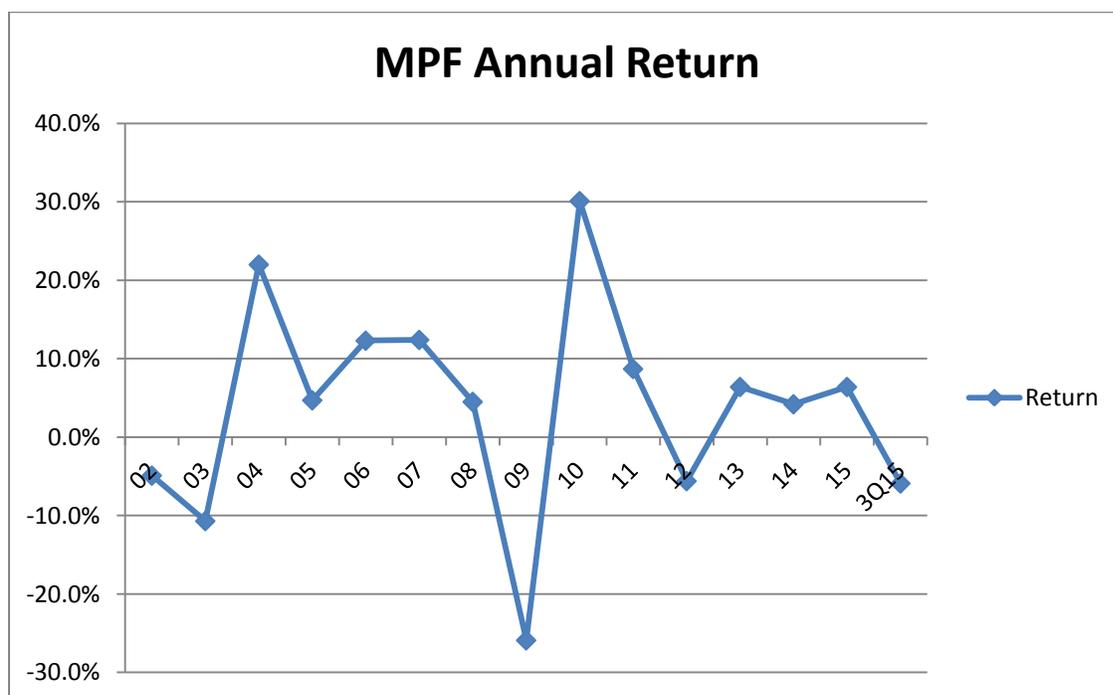


圖 1：香港強積金每年回報率。

### 3.2 「預設投資策略」不能解決問題

「預設投資策略」是為未有為其強積金作出投資選擇的成員而設，這些人士的未來投資，將會按照「預設投資策略」的既定策略進行，隨著成員步向退休年齡，自動逐步降低其投資組合的風險，即降低其中股票的比重，增加債券的比例，在成員65歲後，投資組合定為八成債券，兩成股票。

可是香港目前並沒有一個成熟的港元債券市場。若「預設投資策略」要逐步增加債券的比例便只能增加投資在外幣的債券，從而增加了外匯風險。港元雖然現在是和美元掛鈎，但是買賣差價仍有少量波幅；而在將來美元與港元可會維持掛鈎的關係實在難以預計。若果是投資在其他外幣債券，外匯波幅的風險將更是險惡。

因此，若要「預設投資策略」成功，政府必須即時致力發展港元的債券市場。使「預設投資策略」在逐步降低投資在股市的風險時，不會同時增加投資組合的外匯風險。隨著人口老化，政府必須正視退休投資的基本問題，有計劃地全面推動港元債券市場的發展。

## 4. 國際金融中心需要成熟的港元債市

香港是一個公認的國際金融中心，金融業是本地的支柱行業。隨著內地經濟的長速發展，更具備了獨特的發展優勢，續創輝煌。環顧紐約、倫敦、星加坡等其他的國際金融中心，它們除了是背靠遼闊的經濟腹地，還有規劃的開發了各種金融產品，建立了完整的金融基礎設施和不斷完善的市場機制，重視股市與債市並行發展。

根據 Bank of International Settlement 和 World Federation of Exchanges 的統計數字，美國、英國、日本和中國大陸的債券市場的規模(債券餘額)都比其股市規模(總市值)大。去年底美國和英國的債市規模是股市的1.5倍左右，日本是約2.6倍，中國大陸也有1倍多；反觀香港，債券市場規模只是股市十分之一左右。這個不均衡的發展窒礙了香港進一步發展和鞏固其國際金融中心的

功能，減低它對國際投資者和資金使用者的吸引力，局限了本地投資者的投資選擇，更會導致一些小投資者因而選取了較高風險產品。香港若要做一個可持續發展的國際金融中心，便要有一個完備的資本市場，加快發展本地債市是當務之急。

## 5. 總結及建議

綜合上述的論點，我們有下列六項建議以盡快推動發展港元債券市場：

1. 政府發行更多港元債券以增加市場供應：鼓勵各法定機構，如港鐵、機管局、按揭證券公司等，在融資時，利用債券集資，擴大可供投資者買賣的債券種類和數量。這些法定機構業務由政府組建指派，經常有融資需要，作為政府轄下的企業，有社會責任協助政府發展港元債市。
2. 認真執行債券市場莊家制度，確保市場的流通性。
3. 增加交易渠道。現時債券買賣只能通過金融機構和港交所進行。要增加債券的流通，先要擴展交易平台，如設立網上交易平台，利用郵政局的電子證書驗證服務作核實，擴大交易網絡，普及買賣。
4. 建立類似保管股票的中央債券交收個人戶口，方便一般零售投資者買賣。特別要發展港元債券的零售市場，以提高市場的流動性和一般市民的參與。
5. 考慮以金管局或按揭證券公司成立及管理港元債券基金讓市民購買，大前提是管理費要根據實際支出釐定，不可藉以牟利。
6. 證監會加強對個人投資債券和債券基金的風險教育。

## 6. 附錄

2017 年財政預算案翌日，我們在報紙刊登的廣告。



2016 年財政預算案翌日，我們在報紙刊登的廣告。



2015 年財政預算案翌日，我們在報紙刊登的廣告。



2013 年財政預算案翌日，我們在報紙刊登的廣告。



5/12/2001 單仲偕議員曾在立法會提出有關債市的問題。

17/7/2013 梁繼昌議員曾在立法會提出有關債市的問題。